

# Bulletin Mensuel – Multi-Asset Solutions

## Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

### Auteurs



**Thushka Maharaj**  
Stratégiste  
Multi-Asset Solutions



**Michael Akinyele**  
Stratégiste  
Multi-Asset Solutions

### Synthèse

- La réouverture de l'économie chinoise, la diminution du risque de récession en Europe et les changements de politique de la Banque du Japon jouent un rôle de catalyseur dans l'affaiblissement du dollar américain. Ces facteurs devraient continuer de pousser le dollar à la baisse.
- L'écart relatif de croissance entre les États-Unis et le reste du monde contribue tout autant à faire baisser le dollar que les différentiels de taux. L'inflation sous-jacente toujours élevée maintiendra la Banque centrale européenne en mode restrictif, tandis que la Réserve fédérale américaine se rapproche d'une pause dans son cycle de hausse des taux.
- Nous pensons que la Banque du Japon normalisera sa politique d'ici la fin de l'année. La surperformance du yen pourrait donc se poursuivre, tandis que la hausse des rendements japonais finira par réduire la demande d'obligations étrangères.
- Nos portefeuilles multi-actifs restent sous-pondérés en actions, bien que nous ayons en base relative une préférence pour les actions des marchés européens et émergents par rapport aux grandes capitalisations américaines. Nos portefeuilles affichent une prudence légèrement réduite dans un contexte d'amélioration de l'équilibre entre croissance et inflation.

### Un dollar plus faible en raison d'une croissance plus forte en dehors des États-Unis

L'année 2023 a débuté avec un regain d'optimisme chez les investisseurs : depuis le début de l'année, les actions internationales ont progressé de plus de 6 % tandis que l'indice USD DXY a baissé de 1,7 %. Ces chiffres sont essentiellement le reflet de l'optimisme relatif à la conjoncture économique en dehors des États-Unis. La réouverture rapide de l'économie chinoise, la diminution du risque de récession en Europe et, enfin, l'espoir accru que la Banque du Japon mette fin à son contrôle de la courbe des taux dans les mois à venir ont joué un rôle de catalyseur dans l'affaiblissement du dollar. Il est probable que la Réserve fédérale (Fed) ralentira également le rythme de ses hausses de taux, réduisant ainsi le soutien apporté par l'écart de taux en faveur du dollar américain. Nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive en 2023.

Dans ce bulletin, nous revenons sur ces catalyseurs, ainsi que sur les répercussions d'un affaiblissement du dollar sur nos portefeuilles multi-actifs. En bref, nous sommes positifs sur les actifs des marchés émergents par rapport aux marchés développés (obligations et actions).

### Rebond économique en Chine

Pendant la majeure partie de l'année 2022, nous avons eu un avis positif sur le dollar américain. Cependant, lors de notre sommet stratégique de décembre, nous avons adopté un avis neutre, anticipant une pause prochaine dans le cycle de hausse de taux de la Fed. Les événements récents ont renforcé notre conviction d'une orientation baissière du dollar.

La suppression soudaine des politiques zéro-covid de la Chine a pris les marchés par surprise, tant par la rapidité de la réouverture que par l'ampleur des nouvelles politiques de soutien à la reprise cyclique. Les investisseurs sont en train de faire rapidement abstraction de la propagation rapide du covid-19 pour se concentrer sur le rebond important - et plus rapide que prévu - de l'activité économique au 1er trimestre. Les prévisions de croissance de la Chine se sont nettement redressées : nous prévoyons une augmentation du PIB de 5,8 % en 2023 avec la possibilité de surprises à la hausse. Le contraste est saisissant avec l'année écoulée, durant laquelle la croissance de l'économie chinoise a été inférieure à 3 %.

Sachant que la Chine représente 17 % du PIB mondial, son rebond économique aura des répercussions importantes sur la croissance mondiale comme sur l'écart relatif de croissance entre les États-Unis et le reste du monde. Nous estimons que cette évolution des perspectives de croissance relative constitue un facteur clé de l'affaiblissement du dollar, surtout par rapport aux monnaies asiatiques.

### Diminution du risque de récession en Europe

Dans le même temps, le début de l'année a montré que la croissance européenne n'était pas aussi mal orientée qu'on pouvait le craindre. La pénurie de gaz naturel semble moins grave que prévu en raison de l'augmentation des importations de GNL en provenance de l'extérieur de l'Europe et de la capacité des industriels à réaliser des économies d'énergie sans pénaliser fortement l'activité économique. Sachant en outre que beaucoup de gouvernements nationaux ont pris des mesures pour réduire l'impact des prix de marché sur les factures d'énergie des ménages, la demande intérieure a mieux résisté que prévu.

Même si le risque de récession s'estompe, une inflation sous-jacente de l'ordre de 5 % en glissement annuel persiste dans la zone euro, avec une accélération des prix de nombreuses catégories de produits (figure 1). Nous pensons par conséquent que la Banque centrale européenne (BCE) maintiendra une politique restrictive, avec une hausse de taux de 50 points de base lors de sa prochaine réunion. La Fed devrait quant à elle ralentir le rythme de ses hausses de taux à 25 points de base par réunion. Sur le marché des changes, c'est un véritable coup double : l'amélioration de la croissance en dehors des États-Unis pousse le dollar à la baisse, tout comme les différentiels de taux d'intérêt.

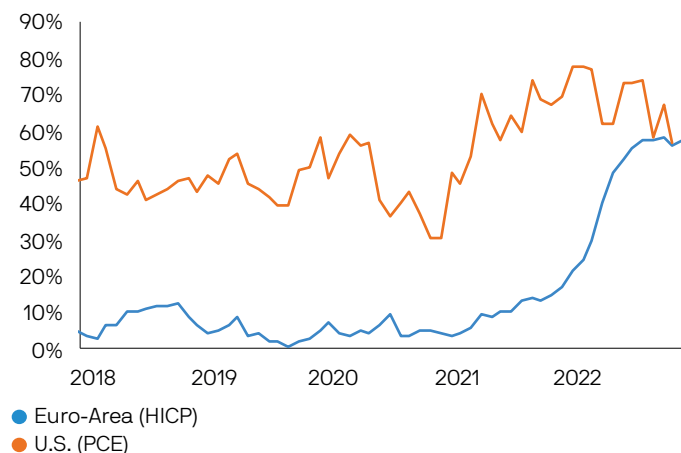
### Normalisation attendue de la politique monétaire du Japon

La politique monétaire japonaise continuera d'influencer les différentiels de taux au sein des marchés développés et les perspectives d'évolution du dollar américain. Depuis la décision surprise de la Banque du Japon d'ajuster ses objectifs de contrôle de la courbe des taux en décembre, les investisseurs spéculent sur les prochains changements à venir et leurs répercussions sur le yen et les investissements

japonais en obligations étrangères. Notre avis : la politique monétaire se normalisera dans le courant de l'année, ce qui entretiendra la surperformance du yen.

### L'augmentation de l'inflation concerne désormais un éventail plus large de produits dans la zone euro qu'aux États-Unis

Figure 1 : Part pondérée des produits de l'IPC dont l'inflation d'un trimestre sur l'autre est supérieure à 0,2 %



Source : Haver Analytics, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données en date de Janvier 2023.

Lors de sa réunion du mois de janvier, la Banque du Japon s'est montrée résolument conciliante face aux pressions et aux opérations actuelles du marché. Son objectif : promouvoir ses objectifs de contrôle de la courbe des taux (YCC) sans achats directs d'obligations de l'État japonais (JGB).

Elle a toutefois révisé une nouvelle fois à la hausse ses prévisions d'inflation sous-jacente pour l'année 2023, de 1,6 % à 1,8 %. Cela fait la quatrième réunion de suite que les prévisions d'inflation pour 2023 ou 2024 sont ainsi revues à la hausse. Le gouverneur sortant Haruhiko Kuroda a également mis l'accent sur les perspectives de pressions sur les prix induites par la demande, découlant d'un resserrement du marché de l'emploi et d'une réduction de l'écart de production négatif.

Ses observations sont conformes à notre propre point de vue, selon lequel l'inflation japonaise, bien que modérée par rapport à d'autres régions, ne correspond plus à l'environnement déflationniste qui avait motivé à l'origine une politique monétaire plus souple. Nous pensons que le ton conciliant de la Banque du Japon a pour but de faciliter le fonctionnement du marché afin que le nouveau gouverneur puisse normaliser la politique de manière maîtrisée en 2023 et 2024.

Il faut donc s'attendre à des changements de politique monétaire après le changement de gouverneur et les négociations salariales annuelles (appelées shunto) qui se déroulent au printemps.

La décision inattendue de la Banque du Japon d'ajuster ses objectifs de contrôle de la courbe des taux a d'ores et déjà boosté le produit net bancaire des banques japonaises en augmentant le rendement des nouveaux prêts. Par le passé, les banques japonaises avaient augmenté leurs avoirs en obligations américaines, européennes et australiennes pour compenser la faiblesse du rendement des JGB et des taux moyens sur les prêts en yen. Dans la mesure où l'ajustement de la politique de la Banque du Japon annonce un terme pas si lointain à sa politique de taux d'intérêt négatifs, la hausse des taux japonais finira par entraîner une augmentation des ventes nettes d'obligations étrangères par les banques japonaises. On peut donc s'attendre au minimum à ce que les investissements japonais en obligations étrangères diminuent à mesure que les taux remontent.

Toutes choses égales par ailleurs, nous pensons que la prochaine étape de la normalisation de la politique monétaire du Japon aura un impact baissier sur les obligations internationales. Les marchés sur lesquels la participation japonaise est très importante, comme par exemple l'Australie ou la France, risquent de sous-performer leur bêta récent par rapport à l'ensemble des obligations internationales.

En ce qui concerne le marché des changes, l'anticipation d'une normalisation de la politique monétaire dans les mois à venir, la réduction des flux nets d'investissements de portefeuille réalisés à l'étranger et le risque encore élevé de récession ont conduit à une surperformance du yen japonais dans un contexte d'affaiblissement plus général du dollar. La facture élevée des importations de matières premières du Japon pèse sur sa monnaie, dans le contexte notamment d'une reprise de la demande chinoise. La reprise du tourisme entrant devrait toutefois compenser en partie son impact négatif sur la balance des paiements du pays.

Ayant la conviction que l'inflation américaine a atteint son pic, et estimant que la Banque du Japon normalisera sa politique monétaire dans le courant de l'année, nous pensons que cette surperformance du yen est susceptible de se poursuivre.

### Implications pour l'allocation d'actifs

Nos portefeuilles multi-actifs ont toujours une légère sous-pondération des actions, qui concerne principalement les grandes capitalisations américaines et s'explique par le cycle actuel de révisions à la baisse des bénéfices qui est appelé à se poursuivre. Cela dit, nous sommes conscients de l'amélioration de l'équilibre des risques concernant la croissance européenne et chinoise et avons par conséquent un avis plus positif sur ces marchés en base relative. La dette des marchés émergents en monnaie locale est un autre secteur d'intérêt : les fondamentaux s'améliorent alors que la vigueur du dollar américain commence à s'atténuer, et le

rendement réel offert par ce segment apparaît de plus en plus attractif.

Aux niveaux de rendement actuels, nous observons davantage de risques dans les deux sens sur les obligations d'État de base (« core duration »), mais nous préférons acheter des bons du Trésor américain alors que le cycle de hausse des taux américains touche à sa fin. Avec des données qui vont dans le sens d'un ralentissement de la croissance économique américaine, les corrélations entre actions et obligations deviennent en outre plus négatives. Nous pensons qu'à l'avenir, les obligations devraient offrir une meilleure protection dans les portefeuilles multi-actifs. Nous continuons de privilégier le crédit de qualité par rapport aux actions sur les marchés développés en raison de rendements intéressants, notamment sur le segment à court terme de la courbe. Nos portefeuilles affichent une prudence légèrement réduite face à la réduction du risque de récession.

Figure 2 : Opinions d'allocation d'actifs de MAS

● Sous-pondération ● Neutre ● Surpondération

Classe d'actifs	Opportunités	Pondération			Var.	Conviction	
Principales classes d'actifs	Actions	●	○	○		Faible	
	Duration	○	●	○			
	Crédit	○	○	●	▲	Faible	
	Liquidités	○	○	●		Modérée	
Préférence par classe d'actifs	Actions	États-Unis	●	○	○		Modérée
		Europe	○	●	○	▲	
		Royaume-Uni	●	○	○		Faible
		Japon	○	●	○		
		Marchés émergents	○	●	○	▲	
		Obligations	Emprunts d'État américains	○	○	●	
	Emprunts d'État du G4 (hors USA)		●	○	○		Modérée
	Dette EM en devise forte		●	○	○		Faible
	Dette EM en devise locale		○	●	○	▲	
	Crédit Investment Grade		○	○	●		Modérée
	Crédit haut rendement		●	○	○		Faible
	Devises	USD	○	●	○	▼	
		EUR	○	●	○	▲	
		JPY	○	○	●	▲	Faible
		Devises émergentes	○	●	○		

Le tableau et les avis présentés dans ce document reflètent les informations et les données disponibles jusqu'en décembre 2022.

### Multi-Asset Solutions

L'équipe Multi-Asset Solutions de J.P. Morgan Asset Management gère plus de 227 milliards de dollars d'actifs et s'appuie sur une expertise d'envergure, ainsi que sur les capacités d'investissement de J.P. Morgan Asset Management. Notre recherche et nos analyses dans le domaine de l'allocation d'actifs constituent le fondement de notre processus de gestion. Ce dernier est soutenu par une équipe de recherche mondiale composée de plus de 20 professionnels dédiés et représentant plusieurs décennies d'expérience combinée dans un vaste champ de disciplines.

#### La grille d'allocation de Multi-Asset Solutions est le résultat d'un processus qui intègre :

- des éclairages qualitatifs, tenant compte des perspectives macrothématiques, des opinions sur le cycle économique, et des opportunités de marché tant systématiques que spécifiques,
- une analyse quantitative qui considère les inefficiences du marché, des modèles intra et interclasses d'actifs, ainsi que des stratégies de valeur relative et directionnelles,
- des réunions consacrées à la stratégie et un dialogue continu entre les équipes de recherche et d'investissement. Ces échanges leur permettent d'échanger, d'élaborer et de tester les vues de la société en matière d'allocation d'actifs.

Au 30 septembre 2022

Pour plus d'information, veuillez contacter votre interlocuteur J.P. Morgan Asset Management.

**Le Programme MarketInsights fournit des données et des commentaires détaillés sur les marchés financiers internationaux sans aucune référence à des produits d'investissement. Conçu comme un outil permettant aux clients d'appréhender les marchés et d'accompagner leur prise de décision en matière d'investissement, le programme examine les répercussions des statistiques économiques actuelles et de l'évolution des conditions de marché.**

Dans le cadre de la réglementation MiFIDII, les programmes JPM MarketInsights et JPM Portfolio Insights sont des outils de communication marketing et ne relèvent pas des obligations de la MiFIDII et du MiFIR spécifiquement liées à la recherche en investissement. Par ailleurs, les programmes JPM MarketInsights et JPM Portfolio Insights ne constituant pas une recherche indépendante, ils n'ont pas été préparés conformément aux obligations légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement et ne sont soumis à aucune interdiction de négociation en amont de la diffusion de la recherche en investissement. Il s'agit d'un document de communication fourni à titre purement informatif. Il est à caractère éducatif et n'a pas vocation à être considéré comme un conseil ni comme une recommandation à l'égard d'un produit d'investissement, d'une stratégie, d'une caractéristique de placement ou à toute autre fin dans une quelconque juridiction, ni comme l'engagement de J.P. Morgan Asset Management ou de l'une de ses filiales à participer à l'une des transactions mentionnées. Les exemples cités sont d'ordre générique et hypothétique, et sont fournis à titre d'illustration uniquement. Ce document ne comporte pas d'informations suffisantes pour étayer une décision d'investissement et nous vous conseillons de ne pas le considérer comme base d'évaluation d'un investissement dans des titres ou produits financiers. En outre, il est conseillé aux utilisateurs de procéder à une évaluation indépendante des conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, de crédit et comptables et de déterminer, avec l'aide de leur propre conseiller, si les investissements mentionnés dans le présent document sont adaptés à leurs objectifs personnels. Les investisseurs doivent s'assurer de disposer de toutes les informations existantes avant de prendre leur décision. Toute prévision, donnée chiffrée ou technique et stratégie d'investissement évoquée est présentée à titre d'information exclusivement, sur la base de certaines hypothèses et des conditions de marché actuelles. Elles sont soumises à modification sans préavis. Toutes les informations présentées sont considérées comme exactes à la date de rédaction, mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et aucune responsabilité n'est assumée en cas d'erreur ou d'omission. Nous attirons votre attention sur le fait que la valeur des placements et le revenu que ces derniers génèrent sont susceptibles de fluctuer en fonction des conditions de marché et des conventions fiscales et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas la totalité des sommes investies. Les performances et les rendements passés ne préjugent pas des résultats actuels et futurs. J.P. Morgan Asset Management est le nom commercial de la division de gestion d'actifs de JPMorgan Chase & Co et son réseau mondial d'affiliés. Veuillez noter que si vous contactez J.P. Morgan Asset Management par téléphone, vos conversations sont susceptibles d'être enregistrées et contrôlées à des fins juridiques, de sécurité et de formation. Les informations et les données que vous nous communiquerez ponctuellement seront collectées, stockées et traitées par J.P. Morgan Asset Management dans le respect de la Politique de confidentialité [www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy](http://www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy). Ce document est publié par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. European Bank & Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Grand Duché de Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B27900, capital social EUR 10.000.000.

Émis en France par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. – Succursale de Paris -14 place Vendôme, 75001 Paris -Capital social : 10 000 000 euros -Inscrite au RCS de Paris, n°492 956 693.

© Copyright 2023 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.

LV-JPM54085 | 01/23 | FR | 091x220712061336